

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15220051402983

UDC _____

厦 门 大 学

博 士 学 位 论 文

中国上市公司现金持有政策研究

—基于融资约束理论的经验证据

Studies on Cash Holding Policy of Listed Companies in China

----Empirical Evidence Based on Financing Constraints Theory

况学文

指导教师姓名: 沈 艺 峰 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2 0 0 8 年 7 月

论文答辩日期: 2 0 0 8 年 9 月

学位授予日期: 2 0 0 8 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 7 月



厦门大学博士学位论文
Ph.D. Dissertation of Xiamen

中国上市公司现金持有政策研究
——基于融资约束理论的经验证据

Studies on Cash Holding Policy of Listed Companies in China
---- Empirical Evidence Based on Financing Constraints Theory

况学文

Xuewen Kuang

厦门大学管理学院

School of Management

Xiamen University

China

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

诚信声明

本人声明：本论文是我申请厦门大学管理学院企业管理专业（财务管理方向）博士学位材料的组成部分。根据厦门大学研究生院颁布的《厦门大学关于博士研究生培养方案的规定》和《厦门大学研究生学位论文规范的通知》的要求，本人在论文撰写过程中，谨遵学术研究的道德规范和标准。作者感谢导师沈艺峰教授及导师组成员和论文答辩委员会的指导和帮助，文中的错漏概由本人负责。

博士学位申请人：况学文

签

字：

时

间：2008 年 7 月

Honorary Statement

I state that this dissertation is a part of work for my application for doctoral degree of management in corporate finance. Following the guidelines of *Regulation on Ph.D. Candidates of Xiamen University* and *Regulation on Dissertation for Graduates of Xiamen University* stipulated by Graduate School of Xiamen University, I complied with the academic morality, regulations and standards during working on my dissertation. Acknowledgements are given to my supervisor, Professor Yi-feng Shen, and other members of my supervisory team and dissertation defense committee while any error in this dissertation remains my own responsibility.

Ph.D. Candidate: Xuewen Kuang

Signature:

Date: July, 2008

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

论文摘要

在 Modigliani 和 Miller (1958) 所描述的完美资本市场中, 由于不存在任何市场摩擦, 公司外部资金是内部资金的完美替代, 公司现金持有政策与公司价值无关。然而, 现实世界中的资本市场与假想中的完美资本市场存在较大背离。在放松完美资本市场假设的基础上, 财务经济学者从不同的研究视角探讨了公司现金持有政策的决定因素和价值效应, 并发展了现金持有政策的传统权衡理论、代理成本理论和融资约束理论, 取得了较为丰硕的研究成果。

在借鉴公司现金持有政策现有研究文献的基础上, 本文从中国上市公司外部融资条件的视角, 集中考察了外部融资约束与公司现金持有政策之间的关系。全文共分为八章, 各章的具体内容如下:

第一章介绍本文的研究问题、研究内容、论文框架以及研究的贡献与创新。

第二章系统、全面地梳理了公司现金持有政策研究文献, 并归纳与整理出一种新的现金持有政策理论——融资约束理论, 指出公司外部融资约束是影响公司现金持有政策的一项重要因素。

第三章分析了中国上市公司外部融资环境的宏观背景, 阐述了中国资本市场的发展历程及存在的问题以及这些问题对公司外部融资能力的影响。

第四章利用中国上市公司 1999-2005 年的财务数据, 通过 Logistic 回归模型和多元判别分析模型构建了两个反映公司外部融资约束程度的综合指数——LFC 指数和 DFC 指数, 并以“投资-现金流敏感性”(investment-cash flow sensitivity) 这一工具对两个融资约束指数进行简单、间接的评价。

第五章利用中国上市公司 2000-2006 年的财务数据, 采用 LFC 指数和 DFC 指数, 分别从现金持有量水平和现金持有量变化两方面考察融资约束与公司现金持有政策之间的关系。

第六章利用中国上市公司 2000-2006 年的财务数据和市场数据, 采用 LFC 指数和 DFC 指数, 分别从现金持有量的市场价值和边际价值两方面考察融资约束与现金持有量价值之间的关系。

第七章利用中国上市公司 2000-2005 年的财务数据和 2000-2005 年中国各地区金融业市场化指数和市场化总体指数, 分别从投资-现金流敏感性和现金-现金流

敏感性(cash-cash flow sensitivity)两方面考察金融发展和市场化进程对上市公司外部融资约束的缓解效应。

第八章综合本文的研究结果，得出本文主要研究结论、研究启示及政策建议，并指出本文研究的不足以及未来进一步的研究方向。

本文主要的研究结果如下：

第一、构建了两个反映公司外部融资约束程度的综合指数—LFC 指数和 DFC 指数。从两个指数本身的判别能力看，两个指数的判别能力均达到 90%以上；同时，两个指数的相关系数为 0.709，且在 1%的水平上显著。

第二、流动性约束投资模型比 Q 投资模型能够更好地解释中国上市公司的投资行为；同时，无论以 LFC 指数还是 DFC 指数为标准，高融资约束公司的投资-现金流敏感性均显著高于低融资约束公司的投资现金流敏感性。

第三、从现金持有量水平看，中国上市公司融资约束程度与现金持有量水平之间呈现一种显著为负的相关关系，且这种负相关关系主要源于高融资约束公司的内、外部资金来源约束；而从现金持有量变化看，中国上市公司融资约束程度与现金-现金流敏感性之间存在一种显著为正的相关关系，表明融资约束程度较高的公司比融资约束程度较低的公司具有更高的现金积累倾向。

第四、高融资约束公司现金持有量的市场价值和边际价值均显著高于低融资约束公司；进一步的实证研究发现，融资约束公司现金持有量之所以具有较高的价值，主要源于现金持有量能够缓解融资约束公司潜在的投资不足问题。

第五、从投资-现金流敏感性看，金融发展和市场化进程能够显著地降低高融资约束组公司的投资-现金流敏感性，缓解其外部融资约束，但对于低融资约束公司，金融发展和市场化进程并没有显著地降低其投资-现金流敏感性，缓解其外部融资约束；而从现金-现金流敏感性看，金融发展和市场化进程虽然从统计意义上没有显著降低高融资约束组和低融资约束组公司的现金-现金流敏感性，但进一步的研究发现，金融发展和市场化进程对高融资约束组和低融资约束组的作用方向是不一致的。对于高融资约束组，金融发展和市场化进程的作用方向为负向，而对于低融资约束组，金融发展和市场化进程的作用方向为正向。因此，我们只有微弱的证据表明，金融发展和市场化进程能够降低高融资约束组公司的现金-现金流敏感性，缓解其外部融资约束程度，但这种作用十分有限。

本文的主要贡献与创新之处表现为以下方面：

第一、在公司现金持有政策现有研究文献的基础上，归纳和整理出一种新的现金持有政策理论——融资约束理论，并以此理论为基础，实证考察融资约束条件下公司现金持有政策及其价值效应。

第二、利用 Logistic 回归模型和多元判别分析模型构建了两个反映公司外部融资约束程度的综合指数——LFC 指数和 DFC 指数。

第三、中国作为发展中国家的代表，本文充分利用其资本市场的独特数据，系统全面地考察了融资约束与现金持有量价值之间的关系。

本文研究的不足之处主要表现为：

Himmelberg, Love 和 Allende (2003) 指出，除了交易动机，融资约束和代理成本可能是公司现金持有政策最主要的两种解释。尽管他们同时强调指出，由于融资约束的一些理论就是完全源于代理冲突，因此，严格区分这两种理论解释并不一定是有用的。但在研究过程中，本文没有考虑公司治理问题而集中考察融资约束对公司现金持有政策的影响，导致本文的研究结论存在一定的片面性和局限性。同时，本文使用横截面静态回归分析，没有从动态角度研究融资约束对公司现金持有政策的影响，没有考虑融资约束与现金持有政策之间的互动关系，导致本文的研究结论可能缺乏一定的稳定性。

关键词：现金持有政策；融资约束；现金-现金流敏感性；现金持有量价值

Abstract

In a world of perfect and complete capital markets, as has been demonstrated by Modigliani and Miller (1958), there are no financing frictions; external finance is perfect substitute for internal finance, so a firm's cash holding policy is irrelevant for firm's value. However, there is a large divergence between the capital market in reality and assumed perfect capital market. By relaxing perfect capital market's assumptions, financial economists examined the determinants and value effects of corporate cash holding policy from different aspects, and advanced and developed the theories of cash holding policy such as traditional trade-off theory, agency costs theory and financing constraints theory, and provided us with abundant academic research literature.

This dissertation mainly examines the relationship between external financing constraints and corporate cash holding policy from the aspect of external financing condition that Chinese listed companies are facing. It is divided into eight chapters.

Chapter 1 briefly introduces the issues, contents, and framework, as well as the contributions of the dissertation to research in this area.

Chapter 2 systematically and roundly reviews existing academic literature about corporate cash holding policy, inducing and synthesizing a new theory of corporate cash holding policy---financing constraints theory, and suggests that external financing constraint is one of the most important determinants of corporate cash holding policy.

Chapter 3 briefly explores the macro background of Chinese listed companies' financing condition, analyzes the development process and

problems of capital market and credit market in China.

Chapter 4 constructs two synthetic indexes reflecting the degree of financing constraint---LFC index and DFC index via Logistic regression model and multiple discriminant analysis, using financial data from Chinese listed companies during 1999-2005 periods, and then briefly evaluates the two financing constraint indexes via “investment-cash flow sensitivity”.

Chapter 5 examines the relationship between financing constraints and corporate cash holding policy from two aspects such as the level and change of corporate cash holdings via LFC index and DFC index, using financial data from Chinese listed companies during 2000-2006 periods.

Chapter 6 investigates the relationship between financing constraints and the value of corporate cash holding from two aspects such as the market value and marginal value of corporate cash holdings via LFC index and DFC index, using financial and market data from Chinese listed companies during 2000-2006 periods.

Chapter 7 tests the mitigating effects of financial development and marketization course on financing constraints from two aspects such as “investment-cash flow sensitivity” and “cash-cash flow sensitivity”, using financial data of Chinese listed companies and market data of financial development and marketization index from each region in China during 2000-2005 periods.

Chapter 8 concludes the research and point out the limitations and future areas of the research.

The conclusions of this research are as follows:

Firstly, this dissertation constructs two synthetic indexes of

financing constraints----LFC and DFC index. The two indexes have high discriminating power and are high correlated with the correlation coefficient of 0.709 and significant level of 1%.

Secondly, liquidity constraints investment model has higher power than Q investment model in explaining the behavior of investment of Chinese listed companies; and more importantly, the investment-cash flow sensitivity of highly financially constrained companies is significantly higher than that of lowly financially constrained companies under the criteria of LFC and DFC index.

Thirdly, there exists a significantly negative relationship between the degree of financing constraints and the level of cash holdings; however, there is a significantly positive relationship between the degree of financing constraints and cash-cash flow sensitivity, this suggests that highly financially constrained companies have higher propensity to save cash out of cash flow than lowly financially constrained companies.

Lastly, the market value and marginal value of cash holdings for highly financially constrained companies are both higher than lowly financially constrained companies; and the further result show the higher values of cash holdings for highly financially constrained companies are mainly derived from the mitigating effects of cash holdings on underinvestment problem.

The main contributions and innovations of this dissertation are in the following aspects:

Firstly, based on the existing literature about corporate cash holding policy, this dissertation induces and synthesizes a new theory of corporate cash holding policy---financing constraints theory, and then empirically

examined corporate cash holding policy and its value effects under the condition of financing constraint.

Secondly, this dissertation constructs two synthetic indexes reflecting the degree of external financing constraints----LFC index and DFC index.

Lastly, this dissertation systematically investigates the relationship between external financing constraints and the value of corporate cash holdings using data from capital market in developing country.

The main limitations of this dissertation are as follows:

Himmelberg, Love and Allende (2003) argued that financing constraints and agency costs are another two chief explanations for corporate cash holding policy besides transaction costs. But meanwhile, they also suggests that the distinction between agency costs and financing constraints is meaningless, because financing friction is solely the consequence of the agency conflict between owners and managers. However, this dissertation overlooks the impacts of corporate governance on cash holding policy during the whole research process, and this may lead to some bias and limitations of research results. Meanwhile, this dissertation mainly uses cross-sectional static regression analysis and is short of dynamic analysis on the effects of financing constraints on cash holding policy, and this also may lead to some unsteadiness of the results.

Keywords: Cash Holding Policy; Financing Constraints; Cash-Cash Flow Sensitivity; Value of Cash Holdings

目 录

论文摘要	I
Abstract	IV
第一章 导论	1
第一节 研究背景和问题提出	1
第二节 研究内容和基本框架	3
第三节 研究贡献和创新之处	5
第二章 现金持有政策文献回顾	6
第一节 传统权衡理论	6
第二节 代理成本理论	13
第三节 融资约束理论	21
第三章 中国上市公司外部融资环境分析	38
第一节 中国资本市场的发展历程	38
第二节 中国资本市场存在的问题	44
第四章 融资约束指数：方法设计与指数评价	52
第一节 文献回顾	52
第二节 融资约束指数：方法设计	58
第三节 融资约束指数：指数评价	68
第四节 本章小结	82
第五章 融资约束与公司现金持有政策的实证研究	83
第一节 文献回顾	83
第二节 实证研究设计	85
第三节 实证检验和结果分析	91
第四节 本章小结	108

第六章 融资约束与现金持有量价值的实证研究	109
第一节 文献回顾	109
第二节 实证研究设计	111
第三节 实证检验和结果分析	119
第四节 本章小结	133
第七章 金融发展、市场化进程与融资约束的实证研究	134
第一节 文献回顾	135
第二节 实证研究设计	138
第三节 实证检验和结果分析	140
第四节 本章小结	149
第八章 研究结论和未来研究方向	150
第一节 本文研究结论	150
第二节 研究启示和政策建议	152
第三节 研究局限和未来研究方向	153
主要参考文献:	154
致谢	165

Table of Contents

Abstract	IV
Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background and Presentation of the issue	1
1.2 Contents and Frameworks of the Research	3
1.3 Contribution and Innovations of the Research	5
Chapter 2 Literature Review of Cash Holding Policy	6
2.1 Conventional Trade-off Theory	6
2.2 Agency Costs Theory	13
2.3 Financing Constraints Theory	21
Chapter 3 Analysis of External Financing Condition Faced by Chinese Listed Companies	38
3.1 Development of Capital Market in China	38
3.2 Problems of Capital Market in China	44
Chapter 4 Financing Constraints Index: Methodology Design and Index Evaluating	52
4.1 Literature Review	52
4.2 Financing Constraints Index: Methodology Design	58
4.3 Financing Constraints Index: Index Evaluating	68
4.4 Summary	82
Chapter 5 Empirical Study on the Impact of Financing Constraints on Corporate Cash Holding Policy	83
5.1 Literature Review	83
5.2 Empirical Research Design	85
5.3 Empirical Results and Discussion	91
5.4 Summary	108

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库